

dpn
DEUTSCHE PENSIONS
& INVESTMENTNACHRICHTEN

ZWEITE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE
ALTERSVERSORGUNG
№ 6 / 2016 / 8,- €

HERAUSGEGEBEN IN
KOOPERATION MIT
LEITERbAV

DR.
DE.
RISKING.



A publication from the **Financial Times**

DB DC DE RISKING.

Der politische Niedrigzins ausdauernd, die Märkte stetig volatil, und die Asset Inflation frisst sich durch alle Anlageklassen: Die Lage für Pensionsinvestoren ist herausfordernd, und sie dürfte es weiter bleiben. Über Notwendigkeiten auf der Passivseite, Strategien auf der Aktivseite und die Aufgabe der Politik sprach Pascal Bazzazi in der Hitze dieses volatilen Frankfurter Sommers mit Thomas Huth, Olaf John, Christof Quiring, Walter Schmidt-Cording und Carsten Velten.

Roundtable
Frankfurt, im Sommer 2016

DB. DC. DE-RISKING. Was tun? Was geht? Was nicht?

Meine Herren, guten Morgen. Wir wollen heute über den Trend zu De-Risking im betrieblichen Pensionswesen sprechen. Beginnen wir mit der großen Lage und kommen von dort später zum Speziellen. Ein Treiber für De-Risking ist sicher der politische Niedrigzins mit seiner Wirkung auf Bilanzen und Märkte. Die Kernfrage – schon lange gestellt und trotzdem stets aktuell – müssen auch wir hier stellen: Niedrigzins, wie lange noch?

Schmidt-Cording – Wir gehen davon aus, dass wir noch mehrere Jahre auf diesem Niveau verbleiben. Blicken wir nur nach Japan. Das Land ist seit 15 bis 20 Jahren in dieser Situation, und eine Exit-Strategie ist nicht absehbar. Zwar ist die Situation in Euroland anders gelagert, aber grundsätzlich sehe ich derzeit auch hier keine Anzeichen, dass wir die Niedrigzinsphase kurzfristig hinter uns lassen könnten. Hauptfrage ist natürlich: Wie wird die EZB weiter verfahren, das heißt, welche Maßnahmen kommen noch von ihr? Seit einigen Wochen erfolgt nun der Kauf von Corporates, und schon muss man beobachten, dass sich aufgrund der sinkenden Credit Spreads die Pensionsverpflichtungen der Unternehmen weiter vergrößern.

John – Solange die amtliche Inflation – anders als die Asset Inflation – niedrig bleibt, wird es keine Zinssteigerung geben. Und es sieht nicht danach aus, als ob die Verbraucherpreise in absehbarer Zeit anziehen könnten. Insofern schließe ich mich an, der Niedrigzins wird uns noch lange beschäftigen.

Huth – Neben den geldmarktpolitischen Zielen spielt sicherlich auch die Schuldentragfähigkeit der europäischen Nationalstaaten eine Rolle. Das ist grundsätzlich nachvollziehbar, wenn die Zeit für Strukturreformen genutzt würde, doch das ist zumindest nicht in dem erforderlichen Ausmaß erkennbar.



Die Diskutanten (v.l.n.r. und v.h.n.v.)

Christof Quiring – FIDELITY INTERNATIONAL, **Thomas Huth** – DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT, **Carsten Velten** – DEUTSCHE TELEKOM AG, **Pascal Bazzazi** – LEITER bAV UND dpn, **Olaf John** – INSIGHT INVESTMENT, **Walter Schmidt-Cording** – DEUTSCHE LUFTHANSA AG.

SPONSOREN



Deutsche Asset Management





Christof Quiring – Leiter Investment- und Pensionslösungen – FIDELITY INTERNATIONAL

»Wir müssen zur Kenntnis nehmen, dass es keine Garantie gibt, weil bei Anspargängen von 40, 50 Jahren niemand, auch der Staat nicht, als Garantiegeber auftreten kann.« Christof Quiring sieht in überzogenen Garantien einen wichtigen Hemmschuh für die Weiterentwicklung der deutschen bAV. Der gebürtige Dortmunder stieg nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann und anschließendem Studium der Betriebswirtschaftslehre 1997 als Unternehmensberater im Bereich Investment Banking bei der I&K Beratung ein. 1999 wechselte er als Leiter Portfolio Analysis zu Union Investment. Im Jahre 2001 übernahm er bei Invesco die Verantwortung für den Geschäftsbereich »Pensionsmanagement«, bevor der heute 49-Jährige 2006 zu Fidelity kam. Das Haus verwaltet für institutionelle Kunden weltweit gut 71 Milliarden US-Dollar.

Schmidt-Cording – Teil des Problems ist, dass durch die Maßnahmen der EZB eher sogar eine gewisse Reformmüdigkeit eintritt beziehungsweise nicht die Notwendigkeit gesehen wird, überhaupt etwas zu ändern, eben weil Geld und Refinanzierung so billig sind.

Das heißt, das billige Geld konserviert die Strukturen mit dem Ergebnis, dass die Staaten noch weniger reformieren, so dass die EZB noch länger im Niedrigzins verharren muss?

Quiring – Genau, und die Frage ist, welches Szenario uns eigentlich aus dieser Situation wieder herausführen soll. Stand heute würden viele Staatshaushalte in Europa selbst nur leicht höhere Zinsen gar nicht aushalten. Ein Zins von fünf Prozent, wie er Anfang des Jahrtausends im Schnitt üblich war? Völlig undenkbar. Konsequenterweise sollte irgendwann ein Haircut bei Staatsanleihen kommen.

Den auch die Notenbanken mit ihren über Quantitative Easing erworbenen Staatsanleihen intern mittels einfachen Abschreibens durchführen könnten, vielleicht sogar müssen. Dann träte es unmittelbar keinen.

Huth – Durchaus denkbar.

Quiring – Das wird vermutlich nicht in zwei, drei Jahren passieren, doch sollte man sich zumindest gedanklich darauf vorbereiten. Blicken wir nochmal nach Japan. Dort hat man das bereits recht ungeschminkt diskutiert, wen ein Haircut denn träfe: vor allem Investoren jenseits der 60, weil diese regelmäßig Staatsanleihen halten. Und weil diese Altersgruppe auch den größten Teil des Volkseinkommens besitzt, gilt sie als verhältnismäßig leidensfähiger. Wenn solche Gedankenspiele einmal aus der Flasche sind, werden sie irgendwann auch in Europa ankommen.

John – Die Alternative zu einem Haircut ist die Inflation. Da sie politisch einfacher zu rechtfertigen ist als ein harter Schnitt, würde ich eher auf diese »Lösung« tippen. Auch deshalb haben die Notenbanken durchaus ein Interesse, Geldentwertung zu erzeugen – wenn es ihnen denn gelingt. Das Ergebnis wäre im Prinzip das gleiche, und ich gebe Ihnen Recht, Herr Quiring, die Schuldenlasten zu bedienen sind die europäischen Staaten bei einem höheren Zins schlicht nicht in der Lage.

Erstes Zwischenfazit: Niedrigzins wird anhalten, Financial Repression – sei es als Inflation oder Haircut – vermutlich einzige Exit-Strategie. Kommen wir von der großen Lage zum profanen Pensionsalltag. Herr Velten, Herr Schmidt-Cording, widmen Ihre Vorstände nach sieben Jahren Niedrigzins und mit der Perspektive, dass das noch jahrelang weitergehen kann, ihren Versorgungswerken und dem De-Risking verstärkte Aufmerksamkeit? Nimmt die Risikoaversion zu?

Velten – Allerdings nimmt die zu. Die Zinsschmelze wirkt hier mit einem doppelten Effekt. Zum ersten haben die Pensionsrückstellungen über die niedrigere Diskontierung in den letzten Jahren massiv zugelegt, bei Firmen unserer Größenordnung um mehrere Milliarden Euro. Und solche Dimensionen, die über das OCI gegen das Eigenkapital wirken, werden auf Vorstandsebene natürlich kritisch gesehen. Der zweite Effekt ist, dass selbst bei Defined-Benefit-Zusagen modernerer Art, die mit Zinszusagen welcher Form auch immer verknüpft sind, auch die jährlichen Personalkosten in der Regel höher anzusetzen sind als sie ursprünglich geplant waren.

Schmidt-Cording – Bei uns wurde die Umstellung unseres Systems auf Defined Contribution sogar von der Presse recht genau verfolgt.

Die Gespräche mit den Sozialpartnern dauern schon lange, und es sind keine einfachen. Aber diese Weiterentwicklung unseres Pensionssystems ist unabdingbar. Gerade unsere Branche ist extrem wettbewerbsintensiv, und zumindest mir ist kein Mitbewerber bekannt, der über ein nur annähernd vergleichbares Versorgungssystem wie unseren bisherigen Pensionsplan verfügt. Umso wichtiger ist es, dass wir die Liability-Seite jetzt anpassen. Wir hatten im ersten Quartal 2015 einen historisch niedrigen Diskontsatz und bewegen uns derzeit wieder in diese Richtung. Und auch bei uns hat das erhebliche Auswirkungen auf die Eigenkapitalquote. Vor diesem Hintergrund diskutieren wir die Umstellung auch intern breit und schaffen hierdurch eine Basis für die Akzeptanz bei unseren Mitarbeitern, dass ein Chancen-Risiko-Transfer stattfinden muss und zukünftig nicht alleine Lufthansa die Risiken und die Chancen der Kapitalanlage tragen kann. Setzen Sie, wie es häufig in der Presse gemacht wird, für unser Unternehmen die Pensionsrückstellungen in das Verhältnis zum Eigenkapital oder zum Market Cap, dann wird der Handlungsbedarf schnell deutlich.

Herr Huth, auch Banken gelten als pingelig im Umgang mit ihrem Eigenkapital. Die Deutsche Bank ist ja derzeit in einer nicht ganz einfachen Situation. Andererseits gehören Sie zu denen, die schon lange fully funded sind. Steht das Thema De-Risking bei Ihnen auch zunehmend auf der Tagesordnung?

Huth – Die Deutsche Bank verfolgt seit vielen Jahren eine Strategie, die explizit die Anlagestrategie auf die Sensitivitäten der Pensionsverpflichtung abstimmt. Damit sind wir vergleichsweise gut durch die Finanzmarktkrise und die sich anschließende Niedrigzinsphase gekommen. Hintergrund für diese strikte Orientierung an der Liability ist unsere Sensitivität hinsichtlich Veränderungen von Assets versus Liabilities, die ja direkt gegen unser Eigenkapital gebucht werden – durchaus nicht branchenuntypisch. Was uns zur Zeit intensiv beschäftigt, ist der Zielkonflikt eines LDI-Investors zwischen der IFRS- und HGB-Bilanzierung. Nach IFRS führt ein Anstieg der Marktzinsen

zu Verlusten bei der LDI-Strategie, aber auch zu einer reduzierten Liability. Diesen kompensierenden Effekt bei den Pensionsverpflichtungen gibt es für HGB-Bilanzierer nicht. Dieses Problem kann allerdings nur außerhalb der Kapitalanlage durch strukturelle Veränderungen des aktuellen CTA-Aufsatzes adressiert werden.

Welche weiteren Treiber gibt es neben dem Zins für das De-Risking von Versorgungswerken?

John – So wie es im Markt feststellen, kann man die Motivation für De-Risking grundsätzlich dreiteilen – einmal rechnungslegungsbezogen, das haben wir gerade diskutiert. Zweitens finanzierungsbezogen, ob und inwieweit extern finanziert wird, also als Teilaspekt der Innen- oder Außenfinanzierung des Unternehmens. Und drittens gibt es, wie Carsten Velten angesprochen hat, die personalpolitischen Gründe. Das beinhaltet den Wunsch nach der generationen- und periodengerechten Abgrenzung von Pensionsverpflichtungen durch externe Finan-

»Der Arbeitgeber sollte heute nicht mehr die Rolle einer Versicherung oder eines Garantiegebers übernehmen.«

Walter Schmidt-Cording

zierung in der Anwartschaftsphase. Wie wichtig das ist, zeigt sich insbesondere bei Unternehmen mit einer schrumpfenden Zahl von Mitarbeitern.

Quiring – Wir haben zunehmend Anfragen von Arbeitgebern, denen Sorge bereitet, dass ihre Pensionszusagen mittlerweile Konsequenzen für ihr Geschäftsmodell haben, weil die ungeplanten Kosten Investitionen behindern. Sie sehen, dass ihre bAV zunehmend in ihr Tagesgeschäft reinsteuert. Hier offenbart sich jetzt ein Systemfehler. Denn zunächst einmal ist ein Arbeitgeber keine Altersvorsorgeeinrichtung, sondern hat den Selbstzweck, am Markt zu überleben und den verschiedenen Stakeholdern zu dienen. Und wenn das von der bAV beeinträchtigt wird, dann werden sich die Unternehmen von ihr verabschieden. Deswegen werden DB-Pläne massiv geschlossen, und einige Unternehmen versuchen, sich von lebenslangen

Rentenzusagen freizukaufen. Wenn Mitarbeiter sich überzeugen lassen, in ein rein beitragsorientiertes System mit Kapital- oder Ratenzahlung zu wechseln, können sofort Rückstellungen aufgelöst werden.

Schmidt-Cording — Das kann ich unterstreichen. Der Arbeitgeber sollte heute nicht mehr die Rolle einer Versicherung oder eines Garantiegebers übernehmen. Für ein so global ausgerichtetes Unternehmen wie das unsere muss die bAV in ihrer Planbarkeit auch an die Realitäten des internationalen Wettbewerbs angepasst sein und dem Unternehmen Raum zum Atmen geben, auch in seiner finanziellen Flexibilität.

Herr Velten, konzentrieren Sie sich in Ihrer De-Risking-Strategie als großer institutioneller Investor, der Pensionsverpflichtungen zu bedienen hat, eher auf die Aktiv- oder auf die Passivseite?

Velten — Wir konzentrieren uns auf beide Seiten. Wenn ich unser Risiko analysiere, dann hängt das natürlich in erster Linie von meinen Verpflichtungen und den eingegangenen Garantien ab. Insofern muss ich in meiner Risikostrategie die Liability-Seite anpacken und an der Frage der Garantien und der Gestaltung von Zusagen arbeiten – ohne dabei die Asset-Seite zu vernachlässigen. Es geht aber vieles nur gemeinsam mit dem Sozialpartner. Walter Schmidt-Cording hat ja eben für die Lufthansa geschildert, wie schwierig so etwas sein kann.

» Entweder wir werden alle dazu beitragen, dass wir durch eine effiziente bAV ein adäquates Versorgungsniveau sicherstellen und Altersarmut verhindern, oder der Staat wird sich darum kümmern.«

Thomas Huth

John — Die Kapitalanlagenseite kann das Problem nicht alleine lösen. Wir haben in den letzten sieben Jahren gesehen, dass die Portfolios von Altersversorgungseinrichtungen ihre Risiken erhöht haben, und der Trend geht weiter in diese Richtung. Offen bleibt dabei aber, ob über das erhöhte Risiko die zugesagten Leistungen letztlich erfüllt werden können. Daher muss auf der Verpflichtungsseite angesetzt werden. Erste Maßnahmen haben wir jüngst bei Pensionskassen ja auch schon gesehen. Woanders ist es durchaus schon länger üblich – zum Beispiel in Holland, Österreich, der Schweiz – zu kürzen und

auch in bestehende Besitzstände einzugreifen. Die jüngsten Leistungskürzungen in Deutschland beziehen sich allerdings nur auf den Future Service. Ob das reichen wird, ist fraglich. Klar ist: Je früher man eingreift, umso geringer fällt die Kürzung aus. Wenn man hier Notwendigkeiten auf die lange Bank schiebt, wird die Enttäuschung am Ende noch größer. Die Frage ist nur, wie lange es dauert, bis sich diese Erkenntnis auf breiter Front und auch in der Politik durchsetzt und bis gehandelt wird.

Schmidt-Cording: Sie müssen, um die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens zu sichern, schlicht umstellen. Sie können nicht mehr DB in der bisherigen Form weiterfahren. Ja, im Ausland haben wir die Umstellung Richtung DC in vielen Plänen schon vor über zehn Jahren gesehen. Und dann die Asset-Seite. Hier müssen sie zwangs-

läufig mehr ins Risiko gehen. Sie müssen mehr Asset-Klassen in Ihre Strategie einbeziehen, in denen Sie noch einen gewissen Added Value bekommen – seien es Real Assets, Immobilien, Private Equity, Infrastruktur et cetera. Und hier merken Sie schon deutlich, dass das Thema Asset Sourcing ein immer größeres Problem wird. Immer mehr Investoren gehen in diese Asset-Klassen, und entsprechend gibt es immer weniger sinnvolle, bezahlbare Assets.

Huth — Bedauerlicherweise stellen wir im Markt häufig fest, dass der Risikoappetit der Arbeitgeber für DC-Pläne nicht besonders ausgeprägt ist. Das liegt sicherlich auch an der asymmetrischen Risiko-Return-Verteilung für den Arbeitgeber. Der Return kommt den Mitarbeitern zugute, die Risiken trägt der Arbeitgeber. Die Risikoaversion mag aber auch daran liegen, dass viele Unterneh-

men in der Vergangenheit hohe Verluste auf der DB-Seite gesehen haben und die Vorstände für Risiken im Kontext der bAV mittlerweile sensibilisiert sind. Dies führt zu dem Wunsch nach Garantien, die heute von der Investmentindustrie nicht mehr bereitgestellt werden können. Versicherungen bieten diese Garantien über Kapitalisierungsprodukte allerdings noch an. Ob diese Garantien nachhaltig sind, oder ob uns japanische Verhältnisse drohen, bleibt abzuwarten.

Inwiefern?

Huth — Nachdem in Japan einige große Versicherungen ihre Garantieverpflichtungen nicht mehr bedienen konnten, ist der Gesetzgeber eingeschritten und hat die Spielregeln so geändert, dass dem Grunde nach das ausgezahlt wird, was da ist, unabhängig von



der Höhe der Garantien. Ob Versicherungsprodukte das geeignete Anlageprodukt sind, um auf die Niedrigzinsphase zu reagieren, kann man sicherlich diskutieren.

Herr Velten, was haben Sie auf der Passivseite schon unternommen, um die Telekom in ihrer bAV zukunftsfest zu machen?

Velten — Wir haben Ende der 90er Jahre unser Gesamtversorgungssystem abgelöst in ein damals sehr modernes beitragsorientiertes System, das allerdings einen Festzins beinhaltete. Wir haben dann 2001 die Entgeltumwandlung, die vorher auf einem beitragsorientierten System beruhte, in eine Beitragszusage mit Mindestleistung über einen Pensionsfonds abgedeckt, sind also da schon Richtung DC gegangen. 2005 haben wir dann mit der Gewerkschaft besagten Festzins in einen IFRS-abhängigen, also flexiblen Zins getauscht, der allerdings mit einem Mindestzins von 3,5 Prozent versehen war. Den haben wir heute noch. Und der ist natürlich im Vergleich zu dem, was man letzten Endes derzeit am Markt erreichen kann, schon noch ein sehr hoher Zins.

Werden Sie weiter daran arbeiten?

Velten — Wir arbeiten immer an der Optimierung der bAV, aber wesentliche Veränderungen müssen wie gesagt immer auch mit dem Sozialpartner gemeinschaftlich bewirkt werden.

Herr Schmidt-Cording, bei der Lufthansa haben Sie nun nach längeren Auseinandersetzungen wichtige Schritte Richtung De-Risking unternommen können. Wie sehen diese aus?

Schmidt-Cording — Unser altes DB-System weist – auch infolge unserer Historie als ehemaliges Staatsunternehmen – sehr hohe Leistungszusagen aus. Diese berücksichtigen unter anderem eine Garantieverzinsung von sechs bis sieben Prozent. Auch wir haben 2001 auf ein beitragsorientiertes System umgestellt, unter anderem aber immer noch mit diesem hohen garantierten Festzinsanteil. Und davon müssen wir runter. Natürlich bleibt uns das, was bisher in Leistungszusagen aufgelaufen ist, erhalten, mit allem, was dazugehört. Jedoch kann Lufthansa durch ein DC-Modell von den starken Auswirkungen eines volatilen Rechnungszinses auf die Pensionsverpflichtungen entlastet werden, ohne dass dies für die Mitarbeiter eine Leistungsverringerung zur Folge haben muss. Wir haben bereits ein Konzept aufgesetzt, wie wir künftig DC umsetzen werden in der Kapitalanlage. Bei uns gibt es vier große Mitarbeitergruppen. Bei der kleinsten, den Führungskräften, wurde die Umstellung auf DC zuerst umgesetzt.

Vermutlich streiken die auch nicht.

Schmidt-Cording — Vermutlich nicht. Dann gibt es die Gruppe Mitarbeiter am Boden, über 30.000 Menschen, die Gruppe der Flugbegleiter und schließlich die Piloten. Alle drei Gruppen haben eigene Gewerkschaften. Mit dem Boden und den Flugbegleitern

konnten wir bereits in Tarifverhandlungen vereinbaren, zukünftige Ansprüche auf das DC-System umzustellen. Wir hoffen, dass wir in den nächsten Monaten auch einen positiven Abschluss mit den Piloten sehen werden.

Der abgedroschene, häufig missbrauchte Satz »dieses Mal ist alles anders« – trifft er in diesen Zeiten zu? Wenn Deutschland in der Vergangenheit mit seinem defensiven, zins- und garantierorientierten Vorsorgesparen zwar unspektakulär, aber doch gut gefahren ist, müssen wir nun akzeptieren, dass dieses Mal wirklich alles anders ist, wir ergo auch alles anders machen müssen?

Velten — Sicherlich geändert hat sich – zumindest in diesen Jahren – die Frage des Risikoprofils. Vor zehn, 15 Jahren, als die Beitragszusage mit Mindestleistung eingeführt wurde, war Risikomanagement in mancher Hinsicht deutlich einfacher. Man hatte einen ordentlich positiven Zins auf der Anleienseite. Insofern konnte man, vereinfacht dargestellt, über Staatsanleihen seine Verpflichtungen quasi sicher decken. Es verblieb ein ordentlicher Rest, der in Risk Assets investiert werden konnte.

Schöne Zeiten.

Velten — Damals konnte man beide Ziele, das Risiko und das Rendite- oder Garantierfordernis, quasi getrennt steuern und war faktisch immer auf der sicheren Seite. Das hat sich gedreht. Nehmen wir mal eine relativ niedrige Duration auf der Verpflichtungsseite, vergleichen das mit zehnjährigen Bunds, die zwischenzeitlich negativ rentieren: Das heißt, dass man heute die Verpflichtungen noch nicht mal mehr mit 100 Prozent Staatsanleihen decken kann, sondern im Gegenteil die Risk Assets benötigt, um überhaupt nur eine positive Wahrscheinlichkeit zu haben, die Verpflichtungen in Zukunft ohne Nachschüsse erfüllen zu können. So denn das Zinsniveau auf diesem oder ähnlichem Niveau verbleibt, muss zwangsläufig die Anlagestrategie komplett geändert werden.

Quiring — Ist denn heute wirklich alles anders? Ich möchte die These wagen, dass die Symptome andere sind, die Ursachen aber die gleichen. Wir haben es wieder mit einer Staatsschuldenkrise zu tun. Und wenn wir in der Geschichte zurückgehen bis zu den Fuggern, hatten wir zig davon. Wir hatten in unserer Generation vielleicht noch nicht eine derartige Krise, aber in der vorherigen. Wir hatten Währungsreformen, den Lastenausgleich et cetera. Die Symptome sind andere, die Ursachen sind die gleichen, und damit werden wir umzugehen lernen müssen.

Jammern wir auf hohem Niveau?

Quiring — Wir jammern auf hohem Niveau, und wir wollen dieses Niveau natürlich verteidigen. Und das wird uns auch gelingen, aber nur, wenn wir einige alte Zöpfe abschneiden, die wir als gegeben hingenommen und nie mehr hinterfragt haben. Und die Garantie ist der wesentliche Zopf.



Carsten Velten – Leiter Pensions –
DEUTSCHE TELEKOM AG

»In meiner Risiko-Strategie muss ich die Liability-Seite anpacken und an Garantien und Zusagen arbeiten – ohne die Asset-Seite zu vernachlässigen.«

Der Mathematiker Carsten Velten (50), der aus Castrop-Rauxel stammt, beschäftigte sich nach dem Studium an der RWTH Aachen erst mit Parallelrechnern und Software, bevor er 1995 zur Telekom stieß und damit zur bAV kam. 2001, unmittelbar nach der Gesetzgebung, gründete der Aktuar für die Bonner deren Pensionsfonds – den ersten Unternehmenspensionsfonds und den dritten überhaupt in Deutschland. In dem gut 600 Millionen Euro schweren Vehikel macht die Telekom fast nur Entgeltumwandlung, nicht-versicherungsförmig in der Anspar-, versicherungsförmig und vollständig rückgedeckt in der Rentenphase. International kommt die Telekom Stand Ende 2015 auf eine DBO von rund 11 Milliarden Euro, davon rund 10 Milliarden hierzulande. Dem stehen via Pensionsfonds, CTA und U-Kasse Plan Assets von insgesamt rund 2,8 Milliarden Euro gegenüber. Der Konzern hat vor einiger Zeit bekanntgegeben, dass er den Ausfinanzierungsgrad auf rund 50 Prozent steigern will. Das Asset Management der Planvermögen wurde jüngst unter einem Dach gebündelt, so dass die einzelnen Vehikel darauf zentral zugreifen können.

Die Garantien, die sich einst jahrzehntelang bewährt haben, führen heute zu dem Paradoxon, dass ihre eigene Existenz sie selbst unerreichbar macht?

Quiring — Das mit dem Paradoxon stimmt. Aber: Haben sich die Garantien denn wirklich bewährt? Wenn ich 60 Prozent der Umlaufrendite der Bundesanleihen garantiere – was ist denn das für eine Garantie? Und jetzt, wo die Umlaufrendite nicht auskömmlich ist,

gerät das Ganze ins Wanken? Nein, ich bleibe dabei: Das ist ein alter Systemfehler, der jetzt offen zutage tritt. Wir müssen zur Kenntnis nehmen, dass es keine Garantie gibt, weil bei Anspargängen am Kapitalmarkt von 40, 50 Jahren niemand, auch der Staat nicht, als Garantgeber auftreten kann.

Also müssen wir uns davon verabschieden?

Quiring — Ja.

Also pure DC?

Quiring — Wäre das so schlimm? Es gibt in Großbritannien im FTSE 100 keinen einzigen offenen DB-Plan mehr, sondern ausschließlich DC-Zusagen. Und zwar reines DC mit dem Anlagerisiko bei dem Arbeitnehmer. Aber wenn ich als 20- oder 30-Jähriger in einem Unternehmen anfangen anzusparen, habe ich genug Zeit, um Vermögen aufzubauen und kann mir auch eine wesentlich höhere Risikoquote leisten, als das mein Arbeitgeber jemals könnte. Deswegen würde ich diese Systeme gar nicht gegeneinander ausspielen. Wir müssen einfach akzeptieren, dass der Arbeitgeber dieses Risiko nicht mehr nehmen kann und der Einzige, der es übernehmen wird, der Mitarbeiter ist.

John — Großbritannien ist uns in der Entwicklung etwas voraus. Auch für mich ist DB Vergangenheit. Wir müssen einen neuen Umgang mit Garantien finden. Defined Ambition, also Zielrentensysteme, die bereits in der Diskussion sind und die wir schon aus unseren Nachbarländern kennen, könnten hier helfen, dass es zwischen den Akteuren der bAV und auch zwischen den Generationen einen adäquaten Ausgleich gibt. Was dagegen betrübt, ist, dass die Mittel, die in die neuen DC-Pläne fließen, der Höhe nach regelmäßig nicht denen entsprechen, die seinerzeit in DB-Pläne investiert wurden. Die Risiken wurden vom Arbeitgeber auf die Arbeitnehmer übertragen, gleichzeitig aber die Beiträge gesenkt. Das ist auch vor dem Hintergrund, dass risikoreicher investiert werden kann, eben keine faire Entwicklung und dem allgemeinen Trend geschuldet, das Risiko zwischen den Generationen ungerecht zu verteilen.

Huth — Arbeitgeber sollten die bAV auch unter betriebswirtschaftlichen Aspekten betrachten. Den Kosten sollte ein entsprechender Nutzen gegenüberstehen. Und das ist die Wertschätzung des Mitarbeiters. Wie groß diese ist, hängt schlussendlich von der Nutzenfunktion der Mitarbeiter ab, und die hat erfahrungsgemäß auch eine Menge mit Planbarkeit und »gefühltem« Risiko zu tun. Die Wertschätzung von DB ist daher häufig höher als die von DC-Zusagen. In Deutschland ist der Wunsch nach Garantien traditionell sehr stark ausgeprägt, und ich denke, dass man das nicht einfach ignorieren kann. Anspruch sollte sein, Investmentlösungen zu entwickeln, die zum Beispiel auch durch Kollektivlösungen oder Ausgleichsmechanismen außerhalb der Kapitalanlage in der Lage sind, Rendite und Sicherheitsbestreben so auszutarieren, dass wir den Ansprüchen an eine effiziente bAV gerecht werden.



Velten — Ich stimme Ihnen zu, Herr Huth, aber nur teilweise. Zum einen ist das Schöne an DC – in Deutschland über die Mindestleistung durchaus noch mit einer Garantie versehen –, dass es sehr verständlich ist. Die Komplexität vieler DB-Zusagen ist dagegen für viele Beschäftigte, die einmal im Jahr eine Art Kontoauszug bekommen und sich sonst nicht damit beschäftigen, häufig nicht wirklich zu erfassen. Ich bin nicht so sicher, dass DB-Pläne wirklich durch die Bank mehr wertgeschätzt werden. Ein zweiter Aspekt betrifft die Höhe der Garantie. Ich kann nachvollziehen, dass ein kompletter Swap von der Arbeitgeberhaftung zur Übernahme des Risikos durch den Arbeitnehmer nicht von jedem Sozialpartner ohne Weiteres mitgetragen werden kann. Aber die Frage ist, von welchem Niveau wir kommen. Wo sind wir jetzt? Wo irgendwann? Wann machen Garantien Probleme? Wenn ich eine harte lebenslange Garantie ausgesprochen habe, als ich jahrelang, sagen wir, sechs Prozent Rendite fast sicher bekam, und wenn ich jetzt bei null Prozent Zins und möglicherweise in zwei Jahren, was wir alle nicht hoffen, bei minus zwei bin, dann muss ich Möglichkeiten haben, die Garantien anzupassen. Eine einmal ausgesprochene Garantie muss Marktentwicklungen angepasst werden können, wenn diese nicht nur kurzfristig sind.

Herr Schmidt-Cording, Aufweichung bei Garantien, vielleicht pures DC – würde Ihnen das auf der Asset-Seite helfen, auf den gegenwärtigen Märkten so zu operieren, dass Sie die Zusagen Ihres Unternehmens bedienen können?

Schmidt-Cording — In unserem neuen Konzept für deutsche Pläne richten wir uns nach DC German Style, also DC mit Beitragsgarantie. Noch sehen wir uns hierdurch nicht wesentlich eingeschränkt, aber natürlich stellt sich die Frage, was man dem Mitarbeiter hier Attraktives anbieten kann. Wir haben uns für ein Lebenszyklusmodell entschieden, das berücksichtigt, dass sehr junge Mitarbeiter entsprechend lange Ansparphasen vor sich haben und daher auch renditeorientierter investieren können. Wir haben uns aber gegen ein typisches Umschichtungsmodell entschieden. Das heißt, dass in unserem Modell die Aktienquoten, die ein Mitarbeiter in jungen Jahren aufbaut, in seinem Portfolio bis zum Schluss in dieser Höhe bleiben. Das Ganze soll zusätzlich mit einem Stop-Loss- und einem Gewinnsicherungsmechanismus unterlegt werden. Ergo werden extremere Marktbewegungen abgefedert beziehungsweise zur Risikoreduzierung genutzt.

Und wie ist das Feedback der Mitarbeiter?

Schmidt-Cording — Die bisherige Erfahrung in der Kommunikation ist sehr positiv, weil unser Lifecycle-Konzept im Median über lange Laufzeiten relativ hohe Renditen nachweisen kann und dadurch das bisherige, hohe Versorgungsniveau grundsätzlich erreichbar ist. DC ist das Modell der Zukunft für uns, auch in Deutschland.

Quiring — Wie müsste denn eigentlich jetzt jemand anlegen, der über 20, 30 Jahre Kapital für seine Altersversorgung aufbauen will? In Japan sehen wir einen faktischen Nullzins auf Staatsanleihen bereits

» **Wir empfehlen neben der Anpassung der Passivseite nicht, auf der Aktivseite noch weiter die Risiken erhöhen zu wollen, sondern sich auf die Wahrscheinlichkeit der zu erreichenden Zielrendite und zu erbringenden Cashflows zu konzentrieren.** «

Olaf John

seit Jahrzehnten, aber bei den japanischen Unternehmen haben wir einen Return on Equity von sechs Prozent. Das heißt, wir kommen gar nicht daran vorbei, wesentlich mehr in Aktien zu allozieren, was aber erstens dem Anlageverhalten vieler Deutschen widerstrebt und zweitens durch die bis dato hierzulande gängigen Garantiestrukturen verhindert wird. Daran müssen wir arbeiten.

Wenn die EZB nun Corporates aufkauft, dann können die Unternehmen doch eigentlich Corporates emittieren, verkaufen diese an die EZB, und mit dem Erlös kaufen sie eigene Aktien und funden damit ihren Pensionsfonds. Damit bekämen Sie die DB off balance und täten gleichzeitig etwas für Ihren Aktienkurs. Gute Idee?

Velten — Interessante These, die gar nicht so völlig fern liegt. Jedes Unternehmen, das nicht schuldenfrei ist, aber das Funding seiner Pensionsverpflichtungen betreibt, nimmt letztlich einen Passivtausch vor. So gesehen tun wir das eigentlich schon, nicht direkt mit der EZB als Käufer, sondern mit dem Markt, der ja wiederum mittlerweile von der EZB determiniert ist. Ungewöhnlich wäre es allerdings, ausschließlich oder überwiegend eigene Aktien als Plan Assets zu nutzen.

Die günstige Refinanzierung ist die Kehrseite der Niedrigzinsmedaille.

Velten — Genau. Wir reden hier in diesem Kreis logischerweise immer sehr fokussiert über die BAV und über Pensionsverpflichtungen. Bei all den Problemen, die der niedrige Zins in diesem Umfeld schafft, kann man nicht leugnen, dass die günstige Refinanzierung für viele Unternehmen auch etwas sehr Positives mit sich bringt – und das dürfte bei so manchem Arbeitgeber den Stellenwert der BAV durchaus übersteigen.

Wenn die BAV kein Selbstzweck ist, sondern die Unternehmen auch mit ihr unternehmerische Ziele verfolgen, nämlich die Wertschätzung durch die Arbeitnehmer, wäre denn dann, wenn man Ihren Gedanken konsequent zu Ende denkt, Herr Huth, die



Thomas Huth – Director Head Industry Solutions Germany – DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT

»Ob Versicherungsprodukte das geeignete Anlageprodukt sind, um auf die Niedrigzinsphase zu reagieren, kann man sicherlich diskutieren.« Der 45-jährige Thomas Huth, aus Kassel stammend, leistet Beratung und Vertrieb von Leistungen im Kontext von BAV, Zeitwertkonten und Fiduciary Management bei der Deutschen Asset Management. Huth, Diplomkaufmann und MBA, ist außerdem seit 2008 Vorstand der sechs Milliarden Euro schweren Deutsche Treuinvest Stiftung (CTA) und seit 2014 Vorstand bei der Deutscher Pensionsfonds AG, die ein Volumen von rund 1,2 Milliarden Euro aufweist. Der Mutterkonzern Deutsche Bank fährt in seinem Pensionswesen seit Jahren eine Funding Ratio von rund 100 Prozent. Bei der Unternehmensberatung PwC in Frankfurt stieg Huth mit dem Schwerpunkt Management Consulting in das Berufsleben ein. Im Jahr 2000 wechselte er zur DWS und wandte sich dort in verschiedenen Funktionen zunehmend Fragen der Altersvorsorge zu. Die Deutsche Asset Management verwaltet weltweit insgesamt rund 739 Milliarden Euro, davon rund 136 Milliarden Euro für institutionelle Investoren in Deutschland.

Quintessenz bei zu hohen BAV-Kosten – und die haben wir ja bei manchen Unternehmen in Deutschland schon gesehen –, dass Unternehmen sich die BAV komplett sparen?

Huth – Hier muss ich grundsätzlich werden. Entweder wir werden alle dazu beitragen, dass wir durch eine effiziente BAV ein adäquates Versorgungsniveau sicherstellen und Altersarmut verhindern, oder der Staat wird sich darum kümmern. Dass wir neben einer umlagefinanzierten, gesetzlichen Rente auch einen Kapitalstock ansparen müssen, steht für mich außer Frage. Auch die Idee eines Staatsfonds halte ich aus verschiedenen Gründen für eine eher mäßige Idee. Der Wettbewerb wird die effizientesten Systeme hervorbringen. Es gilt, Lösungen für den Markt zu finden, die einer privaten Vorsorge überlegen sind, Kapitalanlagen werden gebündelt, dadurch entstehen Skalierungseffekte, der Arbeitgeber bringt seine Expertise ein, und entsprechende Rahmenbedingungen werden geschaffen. Das gelingt heute nicht in allen Fällen. Schaut man beispielsweise auf den Markt für Direktversicherungen, ist es schon erstaunlich, mit was für Kostenstrukturen hier vertrieben wird. Die aktuelle Diskussion zu Defined Ambition zeigt für mich die Richtung auf. Kollektivlösungen ermöglichen ein höheres Risikobudget und können so dazu beitragen, dass die langen Ansparzeiträume und die regelmäßig wiederkehrenden Einzahlungen ihre positive Wirkung auf erwartete Rendite versus Risiko voll entfalten können.

Neuerliches Zwischenfazit: Der Arbeitgeber ist in der BAV gleich in einer mehrfachen Zwickmühle. Erst mal ist sie kostspielig und risikoreich. Zweitens sollte er sie aber, wenn er sie schon macht, vernünftig gestalten, damit er auch etwas davon hat, nämlich Wertschätzung bei seinem Arbeitnehmer. Und drittens muss er auch noch ein Interesse an einer konstruktiven Weiterentwicklung haben, weil er sonst noch mehr Druck von der Politik bekommt, der vielleicht in eine falsche Richtung geht.

Velten – Ist die BAV wirklich so kostspielig und risikoreich? Kostspielig erst mal nicht, wie ich finde. Denn integriert betrachtet ist sie Teil des Vergütungspakets. Und Vergütung ist ja nicht per se kostspielig, der Rahmen wird in der Regel ja vorher festgelegt. Risikoreich sicher schon. Denn was uns mehr pressiert, ist eben das Risiko, dass dieser vorgegebene finanzielle Rahmen aus den hier vielfach angesprochenen Gründen nicht eingehalten werden kann.

Kann man denn in der gegenwärtigen Welt für Unternehmen noch Zusagen und Plan Assets gestalten, die gleichwohl noch attraktiv sind für alle Beteiligten – also für den Arbeitgeber risikoadäquat, vom Arbeitnehmer immer noch wertgeschätzt?

Quiring – Ich stimme Olaf John zu, wenn er bemängelt, dass mit der Umstellung auf DC oft auch die Beitragshöhen zurückgenommen worden sind. Wenn das äquivalent bliebe, wäre auch die Wahrnehmung bei den Mitarbeitern vermutlich eine identische. Dies gilt umso mehr, wenn man ihnen ihr Investment verständlich erläutert und erklärt, was am Ende dabei herauskommen kann und was nicht. Was ist denn eigentlich die Aufgabe des Arbeitgebers? Sie ist es jedenfalls am Ende nicht, das Geschäft von Lebens- und Rentenversicherern zu betreiben. Wenn zum Beispiel die Mitarbeiter einen üppigen DB-Plan wertschätzen, können die Aktionäre das durchaus anders sehen. Wenn man dem Arbeitgeber die Aufgabe zuweist, den Mitarbeiter zu unterstützen, Kapital für sein Leben aufzubauen, genaugenommen für das letzte Drittel seines Lebens, dann kann er das tun, indem er eine BAV installiert. Er reduziert Komplexität, er schafft gute Governance, setzt interne oder externe Experten ein, und er nutzt Einkaufsmacht. All das ist wirklich nicht wenig. Aber man

kann, so denke ich, nicht von ihm verlangen, dass er dabei Risiken eingeht, die sein Geschäftsmodell beeinträchtigen oder sogar seine Existenz gefährden können.

Also nicht vergessen, dass die BAV schon per se erst mal strukturelle Vorteile für den Arbeitnehmer im Vergleich zur dritten Säule bringt, auch in schweren Zeiten?

Quiring – Eben.

Kommen wir zur Kapitalanlage. Viel EZB-Geld da draußen, es wabert in alle Asset-Klassen, die Märkte verzerren sich zunehmend. Laufen daher alle Investoren in die gleiche Richtung, und treffen Sie Ihre Kollegen ständig auf immer engeren Märkten wieder, die das Gleiche kaufen wollen wie Sie?

Schmidt-Cording – Wir haben die klassischen Staatsanleihenmandate zurückgefahren und erhöhen zum Beispiel unser Immobilien- und unser Infrastruktur-Exposure. Das ist auch das Ergebnis der letzten ALM-Studie. Und hier spürt man eindeutig, dass das Angebot enger wird. Man merkt in praktisch allen europäischen Großstädten, dass die Attraktivität der Renditen von Büro- und Einzelhandelsimmobilien geringer wird, da sich auch hier immer mehr Investoren tummeln. Das heißt für uns: Das Asset Sourcing wird schwieriger, und man konkurriert verstärkt mit Family Offices, die auch schon im Bereich der 20-Millionen-Tickets unterwegs sind. Auf der anderen Seite haben wir auch schon gesehen, dass Pensionsinvestoren sich zusammenschließen, um größere Immobilien-Investments stemmen zu können, Stichwort Club Deals.

Family Offices, die sind natürlich in der schönen Situation, dass sie keine Liabilities zu bedienen haben. Da dürfte das Zahlen hoher Vervielfältiger sichtlich leichter fallen.

Quiring – Uns fällt noch eine weitere Anlegergruppe auf, die wir zunehmend in Europa wahrnehmen, und das sind die großen Pensionsfonds aus Ländern wie Süd-Korea oder Chile. Süd-Korea leidet ja auch unter demographischem Druck, und die fahren regelrecht durch Europa und investieren in Real Estate. Genauso die Chilenen, die ihr Pensionssystem komplett auf Kapitaldeckung umgestellt haben. Das heißt, wir haben nicht nur durch die deutschen Investoren einen Drift zu Real Assets, sondern wir haben hier nun auch noch eine globale Nachfrage.

Was kann man also tun?

John – Wenn man die letzten Jahre betrachtet, kann man durchaus feststellen, dass die Risiken in den institutionellen Portfolios deutlich zugenommen haben. Vor dem Hintergrund empfehlen wir neben der Anpassung der Passivseite eben nicht, auf der Aktivseite noch weiter die Risiken erhöhen zu wollen, sondern sich auf die Wahrscheinlichkeit der zu erreichenden Zielrendite und zu erbringenden Cashflows zu konzentrieren. Dazu gehört insbesondere, dass man die Fixed-Income-Allokationen effizienter aufstellt. Effizient heißt hier beispielsweise, die klassischen Anleihenindizes durch Liability-Benchmarks, welche die Rentenzahlungen abbilden, zu ersetzen. Im Ergebnis hat man in der Regel ein besseres Cashflow-Matching und eine höhere laufende Verzinsung, wegen der verlängerten Duration. Hierbei bietet es sich an, bei den Cashflows mit Laufzeiten von fünf bis zehn Jahren Private Debt guter Qualität einzubinden, welche zusätzlich noch eine Illiquiditätsprämie

beinhalten. Da hat man im Prinzip nur ein wesentliches Risiko, und das sind Zahlungsausfälle. Sofern man diese vermeiden kann, hat man praktisch einen vertraglich vereinbarten und kalkulierbaren Cashflow, der gegenwärtig eine höhere Verzinsung erbringt als übliche Fixed-Income-Allokationen gleicher Bonität. Diese Effizienzsteigerung erhöht dann deutlich die Wahrscheinlichkeit, die nötige Rendite und Zahlungsströme zu erbringen, auch im Vergleich zu üblichen Absolute-Return-Strategien.

Welche bisher unterrepräsentierten Asset-Klassen sind noch vielversprechend?

Huth – Ganz ohne Alternatives wird es nicht gehen. Richtig ist aber auch, dass sich insbesondere kleinere Versorgungswerke und CTAs schwer mit dem Thema tun. Das liegt natürlich auch an der fehlenden Erfahrung, weshalb wir feststellen, dass sich viele Investoren Schritt für Schritt neuen Anlageklassen nähern. Immobilien sind bei den deutschen Anlegern traditionell gerne gesehen. Aufgrund der ausgeprägten Nachfrage stellt sich aber zunehmend die Frage, ob Core-Immobilien noch das gewünschte Risiko-Ertrags-Profil haben, oder ob man sich stärker Richtung Core-plus oder Non-Core orientiert. Der nächste Schritt Rich-



tung High Yield und Emerging Market Bonds strapaziert die Anlagerichtlinien vieler Investoren bereits erheblich. Private Debt und Infrastructure Debt sind für die meisten Anleger Neuland, wenngleich sich deren Kernmerkmale insbesondere auch für Anleger im Versorgungskontext eignen.

Und Hedgefonds?

Huth – Zunächst muss man zu Hedgefonds feststellen, dass es sich hierbei in Hinblick auf ihre Risiko-Return-Charakteristika um eine ziemlich heterogene

»Wir sehen uns Asset-Klassen an, die wir früher kaum beachtet haben, und müssen uns insoweit aus der Komfortzone herausbewegen. Wir investieren in High Yield und Emerging Markets, wir engagieren uns verstärkt in Immobilien, in Private Markets, Private Debt und auch in Infrastruktur.«

Carsten Velten

Anlageklasse handelt. Dabei werden diese Instrumente neben dem Einsatz als eigenständige Anlageklasse zunehmend häufiger als Substitut für traditionelle Anlageklassen wie Renten oder Aktien mit einem mehr oder weniger großen Markt-Beta eingesetzt. Im Portfoliokontext kann ein Investment vor dem Hintergrund einer oft vorhandenen geringen Korrelation zu den traditionellen Anlageklassen zu zusätzlicher Diversifikation führen und somit interessant sein. Inzwischen ist auch das Angebot an regulierten UCITS-Produktlösungen erheblich verbreitert worden, so dass Kunden eine gute Auswahl aus Managern und Stilrichtungen vorfinden. Durch die bereits angesprochene Heterogenität ist die richtige Auswahl von Managern und die Komposition aus verschiedenen Stilrichtungen wichtig.

Herr Velten, Herr Schmidt-Cording, gibt es bei Ihnen bei der ganzen Suche nach den exotischen Asset-Klassen auch welche, die Sie trotz allem grundsätzlich nicht anfassen?

Velten — Wir sehen uns Asset-Klassen an, die wir früher kaum beachtet haben, und müssen uns insoweit aus der Komfortzone herausbewegen. Wir investieren in High Yield und Emerging Markets, wir engagieren uns verstärkt in Immobilien, in Private Markets, Private Debt und auch in Infrastruktur. Wir tun uns schwer mit Hedgefonds, unter anderem, weil wir hier nicht wirklich unsere ESG-Kriterien im Griff hätten. Dabei müssen wir auch folgendes Problem im Blick haben: Dem Ganzen liegt ja häufig auch eine ALM-Studie zugrunde, deren Aussagekraft bei so exotischen Asset-Klassen gerne etwas verwässert wird. Man muss sich hier auf Korrelationen und Volatilitäten verlassen, deren künftige Gültigkeit ja höchst unsicher ist. Wenn man hier blind den Ergebnissen einer ALM-Studie vertraut, läuft man derzeit Gefahr, zum Beispiel ungewöhnlich hohe Immobilienquoten zu realisieren. Greift

man deswegen immer stärker manuell in die Studie ein, muss man sich zunehmend die Frage stellen, wie sinnvoll solche ALM-Studien dann noch sind.

John — Angesichts der Veränderungen, die wir in den Fixed-Income-Allokationen gesehen haben, insbesondere der Abkehr von Staatsanleihen hin zu Corporates, kann ich mir vorstellen, dass es, wenn Zinsen und Credit Spread weiter fallen, eine ähnliche Wanderung von Unternehmensanleihen hin zu qualitativem Private Debt geben wird. Zum einen ist das Universum sehr groß, zum anderen verabschieden sich die Banken aus dem Markt. Der Vorteil für den Investor ist, dass sich das Ausfallrisiko verhältnismäßig gut abschätzen lässt und die Cashflows bekannt sind. Warum soll es hier nicht künftig einen signifikanten Anteil in den institutionellen Portfolios geben?

Schmidt-Cording — Was verstehen Sie hier unter signifikant?

John — Mindestens 30 Prozent.

Schmidt-Cording — Und was machen Sie mit dem Rest?

John — Aktien, Corporates, Immobilien, Emerging Markets ...

Huth — Ich möchte noch einmal auf die ALM-Studie als Methodologie zur Ableitung der optimalen Strategischen Asset Allokation zurückkommen. Der Wert diese Studie nimmt natürlich in dem



Maße ab, in dem die Verfügbarkeit von Rendite-Risiko-Korrelationsdaten beziehungsweise deren Aussagekraft und damit Prognosecharakter limitiert ist. Dennoch halten wir eine ALM-Studie für eine geeignete und angemessene Unterstützung zur Festlegung der SAA, nicht zuletzt aus ganz praktischen Erwägungen. Insbesondere wenn man exotische Anlageklassen wie beispielsweise Private Debt und Hedgefonds verwendet, wozu wir durchaus raten, ist es erforderlich, den Entscheidungsprozess frei von subjektiven und emotionalen Einflüssen auszugestalten, auch als Rechtfertigung gegenüber Aufsichtsgremien. Durch eine ALM wird der Prozess nachvollziehbar und auch überprüfbar, und der Wert der ALM besteht eben auch in dieser Objektivierbarkeit.

Kennen die Investoren das Problem, dass alternative Anlageklassen einerseits fachlich wünschenswert sind, aber kommunikativ in den Gremien zuweilen schwer durchsetzbar sind?

Schmidt-Cording — Vorstellen kann ich mir das, aber in unserem Haus haben wir schon über längere Zeit positive Erfahrungen mit Alternatives gemacht. Wir hatten in unserem unregulierten CTA nicht nur immer relativ hohe Aktienquoten, circa 30 Prozent, sondern auch Hedgefonds und Emerging Markets Debt, sogar Commodities, praktisch von Anfang an im Portfolio, das heißt, seit über zehn Jahren. Und bei neuen Asset-Klassen, wie Private Equity, haben wir bisher einen guten Track Record. Demzufolge ist es für uns bis dato weniger problematisch, das in Gremien zu vermitteln. Nun haben wir auch eine Duration von immerhin über 20 Jahren und setzen deshalb jetzt auch verstärkt darauf, wie hier eben die Kollegen schon diskutiert haben, Illiquiditäts- und Komplexitätsprämien zu generieren.

Machen Sie das bei den exotischen Klassen mit Komplexität selbst, oder haben Sie externe Consultants?

Schmidt-Cording — Wir haben grundsätzlich einen Risk Overlay Manager, der absichert, wenn ein bestimmtes Risikobudget auf Portfolioebene überschritten ist. Aber wir haben keine expliziten Consultants, auch für exotische Asset-Klassen nicht.

Velten — Wie gehen Sie mit den komplexen Anlageklassen im Verhältnis zu Ihrem Risk Overlay um, wenn Sie Asset-Klassen aufnehmen, die Sie nicht mit Futures oder Ähnlichem abdecken können?

Schmidt-Cording — Das ist in der Tat ein Thema. Wir haben jetzt gerade unser Portfolio etwas umstrukturiert. 90 Prozent unterliegen der klassischen ALM-Studie, und wir haben daneben ein diskretionäres Portfolio von zehn Prozent aufgesetzt, wir nennen das Nebenportfolio, in dem wir eben auch außerhalb der Studie operieren können und in dem wir eben beispielsweise die besprochenen Illiquiditätsrisiken eingehen.

Herr Quiring, was stellen Sie bei Ihren Kunden in Bezug auf exotischere Asset-Klassen fest?



Olaf John — Head of Distribution, Europe — INSIGHT INVESTMENT

»Zielrentensysteme wie DA könnten helfen, dass es zwischen den Akteuren der BAV und auch zwischen den Generationen einen adäquaten Ausgleich gibt.« Aktuar Olaf John ist auf dem BAV-Parkett als Experte für das Liability Driven Investment bekannt, also das Ausrichten der Kapitalanlage an der Verpflichtungsseite — was ihn aber nicht daran hindert, in der gegenwärtigen Zinslage auch direkte Anpassungen auf der Verpflichtungsseite in seine Überlegungen einzubeziehen. Nach London zur Insight Investment, Tochter der BNY Mellon, kam der 52-jährige John, der aus dem Hunsrück stammt, Anfang 2009. Bereits seit 1990 ist er in der BAV tätig. Als Pionier des deutschen Investment Consulting baute er diesen Bereich Anfang der 90er Jahre bei der damaligen Towers Perrin auf. Die Insight Investment verwaltet Stand Ende 2015 für institutionelle Investoren weltweit umgerechnet über 550 Milliarden Euro, davon über 7 Milliarden in Deutschland.

Quiring — Ich sehe schon mit einer gewissen Sorge, dass wir in den institutionellen Portfolios vielfach in die gleiche oder ähnliche Richtung gehen. Das ist natürlich hier nicht anders: illiquidere Asset-Klassen, Private Debt, Infrastructure, Real Estate et cetera. Und wenn hier die internen Kriterien immer durchgehalten würden, fänden viele Investitionen nicht statt. Ich würde mir manchmal wünschen, dass die Gremien etwas langfristiger dächten und nicht sich kurzfristig von Volatilitäten leiten ließen, sondern die großen Trends berücksichtigten. Das sind für mich Demografie und künftiges Wirtschafts-

wachstum und die Frage, wo sich dies abspielt. Und dann kommt man vielleicht auf Anlageklassen, die im Moment nicht sehr en vogue sind, zum Beispiel asiatische Aktien. Nehmen Sie beispielhaft ein Land wie Indonesien, Wirtschaftswachstum drei Prozent, Staatsverschuldung 30 Prozent vom BIP. Da rümpfen viele derzeit die Nase, aber langfristig ist das sicherlich ein Land, auf das man auch setzen sollte. Und so meine ich, dass man asiatische Aktien und vielleicht auch Unternehmen, die von der Transformation der chinesischen Wirtschaft weg von einer exportorientierten mehr zu einer konsumorientierten Industrie profitieren, mehr in den Blick nehmen sollte.

Hört sich nicht nach Home Bias an.

Quiring — Nein, und so etwas wie Home Bias halte ich für gefährlich. Der alte Kontinent hat Probleme. Und wenn wir die Returns verdienen wollen, die wir brauchen, dann müssen wir global investieren.

Kommen wir zum Schluss noch mal zur Politik. Am Niedrigzins dürfte sich politisch so schnell nichts ändern, und die Thematik hat sich – zumindest dem unilateralen – Einfluss der Bundesregierung längst entzogen. Gleichwohl haben wir auf der nationalen Ebene die Reformüberlegungen zur bAV. Was kann hier getan werden? Was drängt am stärksten?

Velten — Da sind vor allem die schon fast »klassischen« Probleme, die angefasst werden müssen, das betrifft die Anrechnung der bAV auf die Grundsicherung, die erhöhte GKV-Verbeitragung in der Rentenphase und die Kollision des 3.63 mit dem Entgeltumwandlungsanspruch. Jeder einzelne dieser Punkte würde kaum die Verbreitung massiv steigen lassen, doch im Zusammenwirken sähe das schon anders aus. Besonders spannend bleibt der eben schon diskutierte Umgang mit Garantien. Übrigens wäre meines Erachtens ein Obligatorium oder eine Art Opting-out sicher ein probates Mittel, um zu mehr Verbreitung zu kommen. Es wäre jedoch zu befürchten, dass solche Lösungen mit einer Regulatorik befrachtet daherkämen, die am Ende mehr Schaden als Nutzen stifteten.

John — Im Mittelpunkt sollte die Enthftung des Arbeitgebers stehen und damit die Garantiefrage; dann ein Risikoausgleich zwischen den Generationen; und schließlich ein Opting-out, wie es in Großbritannien schon umgesetzt wird. Aber in Deutschland befürchte ich komplexe Überregulierung und neue Modelle von Pensions-einrichtungen. Der Auto-Enrolment-Ansatz mit wiederkehrender Opting-out-Bestätigung sowie DA-Pläne nach britischem Vorbild würden auch in Deutschland für eine generationengerechte und flächendeckende Verbreitung der bAV sorgen. Dafür bedarf es auch keiner neuen Durchführungswege oder -modelle.

Schmidt-Cording — Wenn der Staat eine stärkere zweite Säule will, dann muss er diese auch stärker incentivieren, auch fiskalpolitisch.

Quiring — Wir können auch von anderen Ländern lernen. Olaf John hat Großbritannien schon erwähnt. Dort gibt es einen zuständigen Pension Minister, so eine Position könnte auch bei uns dem Thema den nötigen Raum geben. Es gibt dort Auto Enrolment, und es gibt eine Verpflichtung des Arbeitgebers, sich an der Altersvorsorge zu beteiligen – alles Dinge, die nicht allzu schwer umzusetzen wären. Unsere Forderung ist darüber hinaus, dass wir über die Garantie nachdenken. Für die Menschen, die gerne mehr Sicherheit haben, sollte dann eben ein Modell bereitgestellt werden, das mit einer hohen Wahrscheinlichkeit eine Garantie leistet. Und es treibt mich ein wenig um, dass mehr als die Hälfte des DAX ausländischen Aktionären gehört. Wir haben uns – obwohl erfolgreiche Export- und

» Wir haben uns – obwohl erfolgreiche Export- und Industrienation – in eine Situation manövriert, in der unsere Altersvorsorge auf Anleihen, also Krediten, beruht. Wenn wir ein System schaffen, in dem Vorsorgesparer und Rentner vermehrt deutsches Produktivkapital besitzen, könnten wir auch Situationen, in denen deutsche Spitzentechnologie ins Ausland verkauft zu werden droht, vermeiden.«

Christof Quiring

Industrienation – in eine Situation manövriert, in der unsere Altersvorsorge im Wesentlichen auf Anleihen, also Krediten, beruht. Wenn wir ein System schaffen, in dem Vorsorgesparer und Rentner vermehrt deutsches Produktivkapital besitzen, dann könnten wir auch Situationen, in denen deutsche Spitzentechnologie ins Ausland verkauft zu werden droht – man denke nur an den Roboterhersteller KUKA –, vermeiden. Das sollte ebenfalls eines der Ziele sein.

Huth — Es besteht unstrittig Handlungsbedarf, und wir erwarten für den Herbst im Minimum einige kleinere Entgegenkommen der Bundesregierung. Ob es der große Wurf wird, bleibt abzuwarten. Das Sozialpartnermodell trifft in der Branche beziehungsweise Politik auf keine allzu große Gegenliebe. Käme es, würde es die Spielregeln der bAV massiv verändern. Ob man sich das wirklich wünschen soll, hängt am Ende von der konkreten Ausgestaltung ab. Insgesamt ist es aber erst mal ein interessanter Vorstoß, und einige der Probleme, die wir heute, insbesondere bei KMU sehen, könnten dadurch adressiert werden. Daher wünsche ich der Politik Mut, und ich denke, dass wir alle gemeinsam dazu beitragen werden, das Maximale zu erreichen.



Walter Schmidt-Cording – Leiter Liquiditäts- und Risikomanagement – DEUTSCHE LUFTHANSA AG

» Sie müssen mehr Asset-Klassen in Ihre Strategie einbeziehen, in denen Sie noch einen gewissen Added Value bekommen – seien es Real Assets, Immobilien, Private Equity, Infrastruktur et cetera.« Und hier stellt Walter Schmidt-Cording durchaus fest, dass die Investoren immer zahlreicher in diese Asset-Klassen drängen und demzufolge immer weniger sinnvolle Assets zur Verfügung stehen. Der in der Nähe von Bremen geborene Norddeutsche war nach der Ausbildung zum Luftverkehrskaufmann seit 1985 in verschiedenen Funktionen im Controlling und im Finanzbereich der Lufthansa tätig. Seit März 2003 leitet der 55-Jährige das Asset-, Zins- und Devisenmanagement im Konzern-Treasury der Deutschen Lufthansa. Schmidt-Cording verantwortet unter anderem die Entwicklung der Anlagestrategien für langfristige Pensionsvermögen sowie die strategische Liquiditätsreserve. Aktuell arbeitet er mit seinem Team an der Umsetzung des neuen DC-Kapitalanlagemodells. Die Pensionsrückstellungen der Deutschen Lufthansa AG, die derzeit intensiv daran arbeitet, ihr Pensionssystem zukunftsfest zu machen, lagen Ende 2015 bei gut 6,6 Milliarden Euro.



Coming up next: die dritte dpn-Sonderausgabe zur bAV.

Im Juni 2017 in Ihrem Briefkasten!



MEDIA-KONTAKT

Eve Buckland
Senior Relationship Manager

dpn – Deutsche Pensions-
& Investmentnachrichten
Financial Times

TEL: +44 7725 063 426
E-MAIL: eve.buckland@ft.com